



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]G488-1号

## 广州国资发展控股有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“广州国资发展控股有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一六年十一月九日

## 广州国资发展控股有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	广州国资发展控股有限公司
<b>发行规模</b>	不超过人民币 30 亿元
<b>债券期限</b>	5 年，债券存续期第 3 年末附设发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
<b>债券利率</b>	本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由发行人和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后，通过簿记建档方式确定
<b>付息方式</b>	本期公司债券按年付息、到期一次还本

### 概况数据

广州国发	2013	2014	2015	2016.3
所有者权益（亿元）	230.23	243.34	284.66	272.54
总资产（亿元）	434.28	510.63	513.54	492.37
总债务（亿元）	141.99	197.83	146.16	145.53
营业总收入（亿元）	205.43	232.79	249.90	59.40
营业毛利率（%）	22.16	20.95	20.20	14.91
EBITDA（亿元）	43.18	46.04	48.01	8.93
所有者权益收益率（%）	7.44	8.04	7.08	4.23
资产负债率（%）	46.99	52.34	44.57	44.65
总债务/EBITDA（X）	3.29	4.30	3.04	4.08
EBITDA 利息倍数（X）	4.98	6.04	6.20	5.98

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2016 年第一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA（X）经年化处理。

### 分析师

王 维 [wwang@ccxr.com.cn](mailto:wwang@ccxr.com.cn)

汪智慧 [zhwang@ccxr.com.cn](mailto:zhwang@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2016 年 11 月 9 日

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“广州国资发展控股有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定发行主体广州国资发展控股有限公司（以下简称“广州国发”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了发行主体广州国发偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了公司所处良好的区域环境、优质的发电资产以及良好的财务弹性等正面因素对其业务发展及信用水平的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到用电需求增速放缓、电价调整、啤酒需求下滑等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

### 正 面

- 区域优势明显。广东省各项经济指标均在全国位列前茅，经济总量稳定增长，资源需求旺盛，为公司电力、燃气等业务提供了良好的经营环境。
- 公司电力、燃气等业务具有一定区域垄断优势。公司控股的广州发展是广东省最大的三家电力企业之一，也是广州市最大的发电企业，其燃气管网覆盖广州市主城区、南沙区、黄埔区、增城区以及花都区等区域，市场份额高。
- 多元化的股权投资分散了风险。公司对电力、燃气、燃料、新能源、医疗、文化产业、化工、零售等多行业公司及项目进行股权投资，业务风险较为分散。
- EBITDA 获现能力逐年增强。受益于利润总额的不断增长，公司 EBITDA 逐年增加，2013~2015 年分别为 43.18 亿元、46.04 亿元和 48.01 亿元，为公司债务本息的偿还提供了良好的保障。

## 关 注

- 用电需求增速放缓。受制于工业用电量下行压力，2015 年我国全社会用电量增速继续放缓；同时，能源结构调整和节能减排的环保压力对火电产生一定挤出效应，火电设备利用小时数减少。
- 上网电价下调。目前公司电力资产主要是燃煤发电机组，燃煤发电上网电价下调对公司盈利影响较大；新电改方案则使得公司面临更大的竞争压力。
- 啤酒需求下降。近年来国内啤酒行业整体下行；同时，进入 2016 年以来，华南地区极端天气增多，降水量偏高导致啤酒消费下滑，公司啤酒业务未来盈利能力变化值得关注。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。



## 概 况

### 公司概况

广州国资发展控股有限公司原名“广州发展集团有限公司（于 2014 年 10 月 30 日更为现名），成立于 1989 年 9 月，是由广州市国资委全资控股，在原广州发展集团有限公司基础上组建的广州市国有资产授权经营机构。公司持有上市公司广州发展集团股份有限公司（原广州发展实业控股集团股份有限公司，2012 年 9 月 13 日更为现名，证券代码 600098，以下简称“广州发展”）62.69% 股份，及广州珠江啤酒集团有限公司（以下简称“珠江啤酒集团”）100% 的股份（珠江啤酒集团持有广州珠江啤酒股份有限公司（以下简称“珠江啤酒”，证券代码 002461）51.94% 的股份），是广州发展及珠江啤酒的实际控制人。截至 2016 年 3 月末，公司注册资本为 40.26 亿元，出资人及实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）。

广州国发主要通过产业经营与资本运营相结合的经营方式，重点投资和发展以电力、煤炭、天然气和新能源为主的综合能源业务。

截至 2015 年末，公司总资产 513.54 亿元，总负债 228.88 亿元，所有者权益 284.66 亿元，资产负债率 44.57%；2015 年，公司实现营业总收入 249.90 亿元，净利润 20.16 亿元，经营活动现金流 42.00 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司总资产 492.37 亿元，总负债 219.83 亿元，所有者权益 272.54 亿元，资产负债率 44.65%；2016 年一季度，公司实现营业总收入 59.40 亿元，净利润 2.88 亿元，经营活动现金流 -0.53 亿元。

## 本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	广州国资发展控股有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）
发行总额	不超过人民币 30 亿元
债券期限	5 年，债券存续期第 3 年末附设发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
票面金额和发行价格	本期债券面值 100 元，按面值发行
债券利率	本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由发行人和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后，通过簿记建档方式确定
付息方式	本期公司债券按年付息、到期一次还本
募集资金用途	本期发行的募集资金在扣除发行费用后，全部用于偿还银行借款等有息负债以及补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

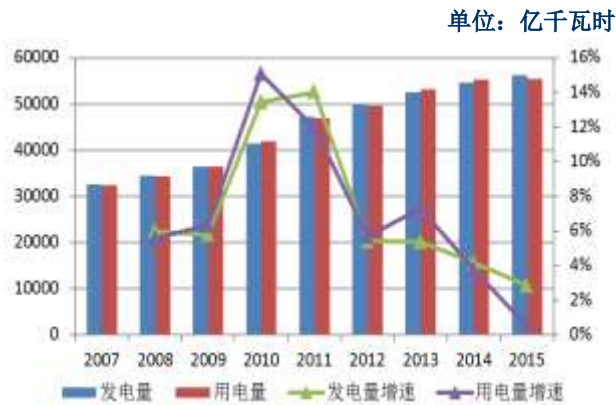
### 电力行业概况

电力生产行业是关系国计民生的公用事业行业，其发展与宏观经济走势密切相关。2013 年以前，随着我国经济高速增长，国内电力需求保持较快的增长速度，其中 2000~2007 年全社会用电量年复合增长率达 13.63%，2008 年受金融危机影响，用电量略有下滑，2009~2012 年，随着中国宏观经济的稳步回升，全社会用电量增速环比回升，2013 年我国宏观经济持续企稳回升，且受夏季持续高温天气、冬季气温偏暖等影响，2013 年前三季度用电增速逐季回升，第四季度增速有所回落，2013 年全国全社会用电量 53,423 亿千瓦时，同比增长 7.58%；全国累计发电量 53,721 亿千瓦时，同比增长 7.73%。2014 年，全社会用电量 55,233 亿千瓦时，同比增长 3.80%。

2015 年宏观经济增速延续持续放缓的态势，全国电力供需形势总体宽松，运行安全稳定。全国全社会用电量 55,500 亿千瓦时，同比增长 0.48%，增速同比回落 3.3 个百分点，电力需求增速创 1998 年以来新低；同期全国累计发电量 56,184 亿千瓦时，同比增长 2.83%。分产业看，第一产业用电量 1,020 亿千瓦时，同比增长 2.5%；第二产业用电量 40,046 亿千瓦时，同比下降 1.4%；第三产业用电量

7,158 亿千瓦时，同比增长 7.5%。

图 1：2007~2015 年全国电力生产及消费情况



资料来源：国家统计局，中电联，中诚信证评整理

电源建设方面，随着近几年用电需求增速放缓，我国发电设备装机容量增速亦有所回落，2015 年末，全国发电设备装机容量 14.9 亿千瓦，同比增长 9.56%，增速较 2014 年增加 0.86 个百分点，电力供应能力总体充足。具体来看，水电装机容量 2.9 亿千瓦，占全部装机容量的 19.46%；火电 10.12 亿千瓦，占全部装机容量的 67.90%；核电 0.4 亿千瓦，并网风电 1.04 万千瓦，并网太阳能发电 0.21 亿千瓦。

在电源结构方面，最近几年来，中国通过提高环保标准，鼓励可再生能源、清洁能源和节能性能优良的先进机组加快建设、优先安排发电计划和优先上网销售等方式，逐步改善中国电源结构，降低

高污染、高耗能发电机组在中国电力供应中的比例。自 2009 年开始各类型发电机组装机容量和发电量均有不同比例的上升；同时，火力发电项目的装机容量占全部发电项目装机容量的比重有所下降，但火力发电机组的发电量占电力行业全口径发电量的比重均保持在 67% 以上；水电、风电等清洁能源的比重有所上升。

发电小时方面，2013 年，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时 4,511 小时，同比降低 68 小时，主要受利用小时数较低的可再生能源机组容量占比上升影响所致。2014 年我国 6,000 千瓦以上发电设备平均利用小时数为 4,286 小时，同比下降 235 小时。受电力需求增长放缓，新能源装机容量占比不断提高等因素影响，2015 年我国 6,000 千瓦以上发电设备平均利用小时继续下降，为 3,969 小时，同比降低 317 小时。2013~2015 年，各类型发电机组平均利用小时数具体见表 2，整体看，由于自然条件的变化，风电、水电等发电机组类型在发电利用小时上出现一定程度的波动；核电发电机组性能较稳定且受自然条件的影响较小，发电设备平均利用小时波动幅度较小；火电发电机组由于受整体电力需求增速放缓、环保和节能减排压力，新能源装机比重不断增加等因素综合影响，平均利用小时呈下降趋势。

表 2：2013~2015 年中国各类型机组年末装机容量、年度发电量和发电小时数

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	数量	比例 (%)	数量	比例 (%)	数量	比例 (%)
<b>装机容量 (万千瓦)</b>						
火电	87,009	69.18	91,569	67.32	101,150	67.89
水电	28,044	22.30	30,183	22.19	29,000	19.46
风电	7,652	6.08	9,581	7.04	10,400	6.98
核电	1,466	1.17	1,988	1.46	4,000	2.68
太阳能	1,589	1.26	2,652	1.95	2,100	1.41
其他	8.2	0.01	46	0.03	2,350	1.58
<b>总计</b>	<b>125,768</b>	<b>100.00</b>	<b>136,019</b>	<b>100.00</b>	<b>149,000</b>	<b>100.00</b>
<b>发电量 (亿千瓦时)</b>						
火电	42,216	78.58	41,731	75.25	40,972	72.92
水电	8,921	16.61	10,661	19.22	11,143	19.83
风电	1,383	2.57	1,563	2.82	1,851	3.29
核电	1,115	2.08	1,262	2.28	1,690	3.01
太阳能	84	0.16	231	0.42	383	0.68
其他	2.8	0.01	11	0.02	145	0.26
<b>总计</b>	<b>50,203</b>	<b>100.00</b>	<b>55,459</b>	<b>100.00</b>	<b>56,184</b>	<b>100</b>

发电小时 (小时)	数量	增长比例 (%)	数量	增长比例 (%)	数量	增长比例 (%)
火电	5,012	0.95	4,706	-6.11	4,329	-8.01
水电	3,318	-6.67	3,653	10.10	3,621	-0.88
风电	2,080	9.88	1,905	-8.41	1,728	-9.29
核电	7,893	0.70	7,489	-5.12	7,350	-1.86
平均	4,511	-1.33	4,286	-4.99	3,969	-7.40

注：上述水电数据包含抽水蓄能的水电站  
数据来源：中电联，中诚信证评整理

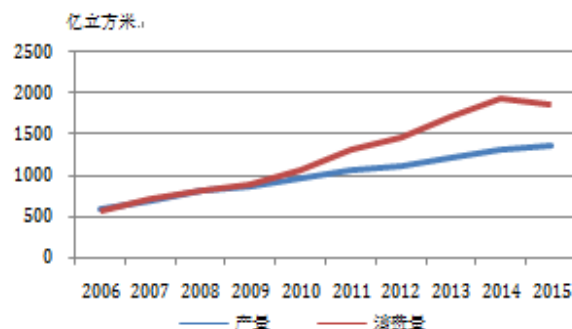
总体来看，2015 年受经济稳中趋缓的影响，全社会用电量增速放缓，全国电力供应能力总体充足，非化石能源发电装机及发电量快速增长，但火力发电量及利用小时数呈下降趋势。中诚信证评认为，未来全国用电需求整体上仍将保持增长态势，短期来看，火力发电在电力供应中的主导地位并不会发生改变；但长期来看，在环保和节能减排的压力下，新能源装机比重正在不断增加，我国电源结构更加丰富，可持续发展能力将进一步增强，但火电产能过剩的局面将进一步显现，未来火力发电小时数可能进一步减少。

## 天然气行业

随着我国城市化进程不断加深，城镇人口数量持续增长，提高燃气普及水平及能源效率的重要性不断提高。天然气是一种优质、高效、清洁的低碳能源，因此加快天然气产业发展，提高天然气在一次能源消费的比重对我国调整能源结构、促进节能减排意义重大。

需求方面，2012~2014 年我国天然气绝对消费量分别为 1,471 亿立方米，1,676 亿立方米和 1,930 亿立方米，年均复合增长率为 14.54%，天然气消费保持了较快的增长速度。而 2015 年我国天然气绝对消费量为 1,845 亿立方米，同比下降 4.40%；消费增量为 84 亿立方米，为 2004 年以来最低，低于“十二五”规划中提出的 2,300 亿立方米的消费目标，显示在经济“新常态”下天然气消费增长动力趋弱。

图 2：2006~2015 年全国天然气生产及消费情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2015 年 11 月 18 日，国家发改委发出通知，根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》(中发[2015]28 号)的精神，经国务院批准，决定自 2015 年 11 月 20 日起降低非居民用天然气门站价格，并进一步提高天然气价格市场化程度。通知决定，将非居民用气最高门站价格每千立方米降低 700 元，并由现行最高门站价格管理改为基准门站价格管理，降低后的门站价格作为基准门站价格，供需双方可在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。方案实施时门站价格暂不上浮，自 2016 年 11 月 20 日起允许上浮。发改委下调天然气价格，且调价幅度达到了 0.7 元/方，旨在刺激天然气市场消费，有利于减轻下游用气行业负担，帮助天然气市场回暖。受此调价影响，2015 年 12 月单月天然气消费量同比大涨 45%，环比 11 月增长 56%，显示刺激性政策效果显著。而十三五规划中环保方面政策趋严，天然气等清洁能源的使用得到倡导，预计 2016 年天然气需求量将反弹明显。

供给方面，我国天然气气源主要来自于三大部分：一是国产常规天然气，包括陆上天然气、海上天然气和致密气；二是国产非常规天然气，包括煤层气、页岩气和煤制气，但目前我国煤层气、页岩气产量相对有限，距离大规模工业生产仍有一定距



离；三是进口天然气，包括进口管道天然气和进口液化天然气（LNG）。

从输气管道来看，目前国内已形成以陕京一线、陕京二线、陕京三线、西气东输一线、西气东输二线、川气东送等为主干线，以冀宁线、淮武线、兰银线、中贵线等为联络线的国家基干管网，干线管网总输气能力超过 2000 亿立方米/年。

尽管我国天然气行业供需矛盾有所缓和，天然气供应对外依存度却进一步提高。2012-2015 年，我国天然气产量分别为 1,107 亿立方米、1,209 亿立方米、1,302 亿立方米和 1,350 亿立方米。同期天然气进口量分别为 425 亿立方米、534 亿立方米、595 亿立方米和 624 亿立方米。2015 年中，尽管天然气消费总量增长放缓，对外依存度却升至 32.7%。未来仍需解决气源问题，加速管道建设。

天然气行业市场化改革将进一步影响行业布局。2015 年 7 月 1 日，由上海市政府批准组建的上海石油天然气交易中心正式试运行。天然气价格由政府定价向市场定价过渡。国务院在 2014 年 6 月印发《能源发展战略行动计划 2014-2020》，提出大力发展天然气，并于 2020 年基本形成统一开发竞争有序的现代能源市场体系。2015 年 10 月，《国务院关于推进价格机制改革的若干意见》也提出，到 2017 年竞争性领域和环节价格基本放开，天然气产业链利润将从上游向下游转移。天然气领域的改革将向打破行政垄断，管住自然垄断，放开竞争环节的方向发展，市场化进程明显加速。

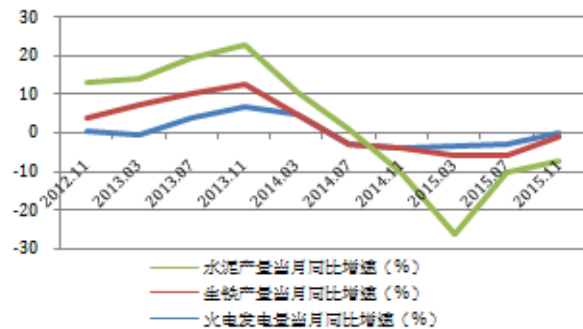
综上所述，尽管经济的低迷影响了天然气需求，随着城镇化的发展与“十三五”规划对环保项目的重视，我国天然气行业将保持其快速发展的趋势。此外，气源的解决与管网建设的提速有望减少天然气对外依存度。而政府的一系列措施将推动天然气行业的市场化改革。

## 煤炭行业

煤炭行业具有显著的周期性特点，行业增长与宏观经济及下游行业的发展密切相关。中国煤炭需求主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业，其耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 80% 左右。自 2011 年 4 季度开始，宏观经济增速放缓，耗煤

行业产量增速明显下降，煤炭需求承压，行业景气度持续下滑。在 2015 年，四个行业的煤炭需求量分别下降约 6.2%、3.6%、8%、8.4%，煤炭价格进一步下跌，煤炭企业盈利能力下降。

图 3：2006~2015 年全国天然气生产及消费情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

电力行业耗煤占煤炭消费总比重接近 50%，电力行业的煤炭消费能力对煤炭行业的发展影响最大。而在低迷的宏观经济环境下，全国发电量增速同比进一步放缓。2015 年全国发电量为 56,184 千瓦时，同比下降 0.2%，其中水力发电量延续了其高速增长，使得火力发电量全年仅为 42,102 亿千瓦时，同比下降 2.8%。截止 2015 年 12 月底，全国重点电厂电煤库存量 7,358 万吨，可用天数为 20 天，库存仍处于较高水平。2014-2015 年，电力行业煤炭消费量分别同比下滑 1.42%、6.2%，显示火电发电量的负增长带来煤炭需求的下滑，而未来转型期内经济增速放缓以及十三五规划的环保要求都将一定程度上限制电力行业对煤炭的需求。

供给方面，我国煤炭行业产能严重过剩。截至 2015 年底，全国煤矿总规模达到 57 亿吨，正常生产及改造的煤矿为 39 亿吨，按照全年煤炭消费量 35 亿吨来估算，产能过剩约 22 亿吨。

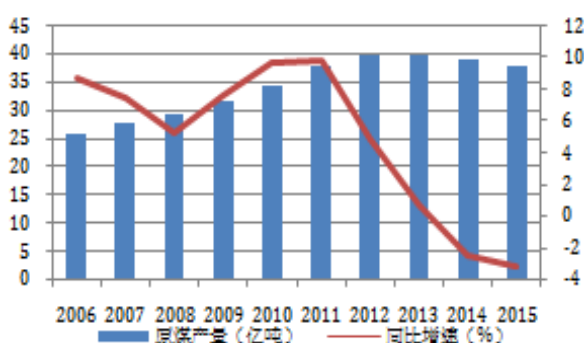
为解决煤炭行业产能过剩的问题，政府陆续出台去产能、行业限产政策。2015 年 3 月份，国家能源局下发《做好煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》，公布了全国 2015 年煤炭行业淘汰落后产能计划，要求在 2015 年要淘汰煤炭行业落后产能 7,779 万吨/年，煤矿 1,254 座；4 月份，国家能源局再次下发《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》，明确提出到 2015 年底开展严格治理煤矿超能力生产专项活动；7 月份，国家发改委等 12 部委联合下发《关于对违法违规建设生产煤矿实施联合惩戒的



通知》，要求有关部门及相关企业必须严格治理违法违规规煤矿建设和生产，严格治理超能力生产；国务院 2016 年 2 月 5 日发文《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。《意见》实施后，全国煤炭产能不会再增加，新增产能只能通过置换。而各省份去产能积极性高，重庆、贵州、甘肃、山东、内蒙古、山西、安徽、河北、湖南等 9 个省份根据《意见》公布了具体去产能目标，分别压缩煤炭产能 2000 万吨、7000 万吨、1000 万吨、5000 万吨、1.2 亿吨、1 亿吨、3000 万吨、4000 万吨和 1500 万吨，9 省份合计压缩煤炭产能高达 4.55 亿吨，去产能力度远超预期。本轮去产能政策将提高煤炭行业集中度，加速煤炭行业转型升级，在一定程度上淘汰煤炭行业的落后产能，控制煤炭行业整体的产能过剩。

近年来进口煤炭的持续增长使得煤炭供给过剩更加严重。2011-2013 年，我国煤炭进口分别为 2.22 亿吨、2.88 亿吨、3.27 亿吨，复合增长率达 21.37%。为了缓解国内煤炭的供给过剩，2014 年 8 月，发改委部署了控制进口煤总量，要求 2014 年煤炭进口减少 5000 万吨。2014 年 10 月，中国财政部关税司发布《关于调整煤炭进口关税的通知》，自 2014 年 10 月 15 日起，对无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料分别实施 3%、3%、6%、5%、5% 的最惠国税率。取消进口煤零关税后，进口煤成本提高，煤炭进口量下降。2014 年中国煤炭进口量同比下滑 10.84%，为 2.92 亿吨。2015 年中国煤炭进口量为 2.04 亿吨，同比下降 30%。

图 4：2006~2015 年全国原煤产量及同比增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在市场低迷与限制产能政策作用下，煤炭产量开始下滑。2014-2015 年全国原煤产量分别为 38.7 亿吨、37.5 亿吨，分别同比下降 2.5%、3.3%。随着行业景气度持续下行，煤炭行业固定资产投资增速也显著放缓。2012-2015 年煤炭行业固定资产投资增速分别为 7.71%、-0.44%、-9.5%、-13.4%。随着未来煤炭供给增速放缓，行业产能过剩的局面或将有所缓和。

图 5：秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价走势图

单位：元/吨



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信证评整理

价格方面，在煤炭产能过剩、需求不足的情况下，煤炭价格连续大幅度下滑。动力煤方面，受宏观经济增速下降，下游企业需求不足影响，动力煤价格逐步下滑。2015 年底，环渤海动力煤价格指数（秦皇岛发热量 5500 大卡动力煤的综合平均价格）从年初的 525 元/吨跌至 370 元/吨，产地与港口价格倒挂 30 元/吨以上，部分煤炭企业出现成本倒挂，选择停产。虽然 2016 年内短期动力煤缺口出现，环渤海动力煤价格指数小幅回升，长期来看动力煤价格仍将处于低位。

炼焦煤方面，由于钢铁行业为焦煤主要下游，钢铁行业的需求变化会显著影响炼焦煤的价格。2013 年以来，因钢铁行业库存较高，钢材市场弱势运行，焦煤价格持续下滑。2015 年炼焦煤价格呈现大幅下跌态势，除 4 季度个别地区有小幅反弹外，主流地区全年价格下跌。

无烟煤方面，由于化肥，化工行业为无烟煤主要下游，化肥价格的持续大幅下滑也带动了无烟煤价格的下行。2015 年 12 月下旬无烟中块全国平均价位为 844.2 元/吨，相比 2014 年 1 月平均价格每吨降低 233.8 元/吨，降幅约为 21%。

总体来看，宏观经济的疲软导致煤炭需求下

降，我国煤炭行业将延续供大于求的过剩局面，煤炭价格也将处于低位运行。

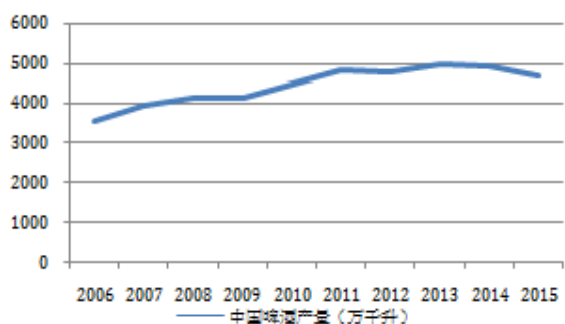
## 啤酒行业

啤酒行业的生产和消费具有明显的季节性特征，啤酒企业大部分的利润在大众啤酒消费意愿旺盛的夏季获得，而冬季则为啤酒生产和消费的淡季。另外，啤酒需求量变动受到人口数量、人均收入水平、饮食方式、气温变化等因素影响。

中国是世界啤酒产销第一大国。我国啤酒行业自 80 年代以来经历了多年的快速增长，啤酒产量迅速提高，由 2005 年的 3,126.05 万千升增长至 2014 年的 4,921.85 万千升。经过多年的扩张、兼并、整合后，我国啤酒规模化进程基本完成，形成了以华润（雪花）、百威、青岛、燕京和嘉士伯五家公司为第一集团；珠江，金星等中型公司为第二集团以及众多中小型啤酒企业共存的格局。

图 6：2006-2015 中国啤酒产量

单位：万千升



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2015 年，受经济疲软和天气恶劣等因素影响，我国啤酒行业遭遇了经营拐点。2015 年，中国啤酒行业产量 4,175.72 万千升，与 2014 年的 4,967.13 万千升相比，下降 5.06%，产量创近五年最低。一方面经济“新常态”下居民消费需求减弱，另一方面啤酒旺季的气候偏凉、其他酒种价格下降、人口持续老龄化以及国家对酒驾惩罚的严格也对啤酒的消费量产生了较大影响。

长期来看，我国人均啤酒消费量（34.2 升）已经超过世界平均水平（33 升），啤酒需求难以短期内飞跃，因此啤酒行业势必向差异化经营、多渠道营销的方向发展。啤酒企业也将提高啤酒质量，建立细分市场，创造更加丰富的口味来满足不同消费

者需求。相信在周期性的放缓后，啤酒行业长期结构性的调整将有助于啤酒行业未来波动上升。

## 区域经济概况

广东省为我国的经济大省，各经济指标及 GDP 增速稳居全国前列。2015 年，广东省 GDP 达到 72,812.55 亿元，同比增长 8%，高于全国增速 1.1 个百分点，总量位居全国首位。近年来广州市 GDP 亦保持了较快的增长速度，2015 年 GDP 总量达 18,100.41 亿元，同比增长 8.4%，高于全国增速 1.5 个百分点。

广东省也是电力与能源消耗大省。2015 年，广东省全社会用电量 5,310.69 亿千瓦时，居全国第一。广东省煤炭需求旺盛，但煤炭资源相对缺乏。近年来广东省执行关停煤矿政策，省内煤炭需求几乎全部依赖外购。广东省地处东南沿海，煤炭海运成本低，因此海运成为广东省煤炭调运的主要通道。

近年来广州市对发展天然气等清洁能源提供一系列政策支持，完成了《广州 5 年大气污染防治行动方案》《广州市热电联产和分布式能源站发展规划》《广州市天然气（LNG）加气站发展规划》的编制工作。在“十三五”规划强调环保的背景下，广州市将进一步倡导低碳生活，调整能源结构，支持天然气项目的发展。

综上所述，广东省作为经济发达，能源消耗大，人口众多的区域，其良好的区域环境将对公司的电力、能源、啤酒等业务发展提供有效支撑。

## 竞争优势

广州国发由广州市国资委全资控股，作为广州市国资委下属的国有资产运作平台，广州市政府良好的财政能力和信用状况为公司的竞争力及抗风险能力提供保障。

广州国发控股的广州发展是广东省最大的三家电力企业之一，也是广州市最大的发电企业。同时广州发展全资子公司广州燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）是广州市天然气高压管网的唯一建设、运营主体，燃气管网已覆盖广州市主城区、南沙区、黄埔区、增城区、花都区等区域，具备一定的区域垄断优势。在燃料业务方面，广州发展是

华南地区最大的纵向一体化煤炭经营企业，已形成煤炭资源开发、运输、中转、销售一体化经营体系。

广州国发控股的珠江啤酒在竞争激烈的华南啤酒市场占有约 30% 的市场份额，其经过多年经营，已形成完善的生产、销售体系，在区域内树立了良好的品牌形象。

总体上看，广州国发作为广州市国资委资本运作的平台，其控股公司在电力、燃料、燃气、啤酒领域均有很强的竞争实力和较好的发展前景，且产业间可以结构互补，相互促进，竞争及抗风险能力强。

## 业务运营

公司业务板块涉及电力、燃料、燃气和啤酒等领域，2013~2015 年，公司分别实现营业总收入 205.43 亿元、232.79 亿元和 249.90 亿元，随着业务规模的不断扩大，公司收入规模逐年增长。电力板块和燃料板块是公司的主要收入来源，2015 年，公司电力和燃料业务分别实现营业收入 77.38 亿元和 98.74 亿元，分别占营业总收入的 30.97% 和 39.51%。2016 年一季度，公司共实现营业总收入 59.40 亿元，其中电力和燃料业务收入分别为 13.46 亿元和 29.84 亿元。

图 7：2015 年公司各业务板块收入情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 电力业务

电力业务板块是公司核心业务板块之一，公司参、控股的电厂均分布在广州、佛山等珠三角中心城市，目前主要经营煤炭发电、天然气发电、光伏发电项目。2013~2015 年分别实现营业收入 93.08 亿元、87.13 亿元和 77.38 亿元，受电价连续下调的影响，近年来公司电力业务板块收入逐年下降。

2016 年一季度，公司电力业务累计实现营业收入 13.46 亿元。

电源结构方面，公司电源结构以火电机组为主，截至 2015 年末，公司火电可控装机容量为 394.88 万千瓦，其中天然气发电装机容量 80.88 万千瓦，煤电装机容量 314.00 万千瓦；此外，公司光伏发电装机容量 1.30 万千瓦。

表 3：截至 2015 年末公司分类型装机容量

指标	2015
可控装机容量（万千瓦）	396.18
其中：煤电（万千瓦）	314.00
燃气（万千瓦）	80.88
光伏（万千瓦）	1.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

新投产项目方面，2015 年，丰力轮胎光伏一期（0.52 万千瓦）、珠江钢琴光伏（0.08 万千瓦）和漆包线光伏（0.25 万千瓦）投产，上述三个项目 2015 年分别实现营业收入 249.55 万元、15.89 万元和 29.53 万元。

表 4：截止 2015 年末公司主要参/控股电厂基本情况

电厂	装机容量（万千瓦）	权益比例（%）	2015 年发电量（亿千瓦时）	上网电价（元/千瓦时）
珠江电力	2*32	50	23.84	0.4537
东方电力	2*32	75	24.61	0.4931
珠江 LNG 电厂	2*39	70	23.47	0.533
恒益电厂	2*60	50	49.16	0.4735
中电荔新	2*33	50	30.47	0.4735
鳌头分布式	2*1.44	50	0.16	0.7450
汕尾电厂	2*60+2*66	25	100.30	0.4735
盘南电厂	4*60	16.50	95.20	0.3633
沙角 B 电厂	2*35	35.23	26.13	0.4735
都匀电厂	2*60	30	46.11	0.3633
恒运 C 厂	2*21	18.35	14.96	0.4715/0.5256
恒运 D 厂	2*33	18.17	28.31	0.4715
环保建材光伏	0.03	100	0.00	0.9999
万宝冰箱光伏	0.42	100	0.04	0.6993
丰力轮胎光伏一期	0.52	100	0.04	0.7048
珠江钢琴光伏	0.08	100	0.00	0.6856
漆包线光伏	0.25	100	0.01	0.6911
<b>合计</b>	<b>396.18</b>			

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电力生产及销售方面，2013~2015 年，公司分



别完成发电量 188.40 亿千瓦时、173.61 亿千瓦时和 159.79 亿千瓦时；同期，公司分别完成上网电量 177.15 亿千瓦时、163.38 亿千瓦时和 150.03 亿千瓦时。近年来全国用电量增速放缓，公司发电量和上网电量呈下降趋势。在电力需求疲软期间，公司积极参与大用户电量直接交易、抢发电量，发电量下降幅度低于广东省 10% 的平均下降幅度。2016 年 1~3 月，公司分别完成发电量和上网电量 27.60 亿千瓦时和 25.83 亿千瓦时。

**表 5：2013~2016.3 公司主要业务数据**

	2013	2014	2015	2016.3
发电量（亿千瓦时）	188.40	173.61	159.79	27.60
上网电量（亿千瓦时）	177.15	163.38	150.03	25.83
公司发电机组平均利用小时	4,856	4,452	4,044	908
平均供电标煤消耗（克/千瓦时）	316.63	312.61	308.53	309.05
平均含税上网电价（元/千瓦时）	0.5217	0.5143	0.4907	0.4679

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

随着用电需求的下降，公司发电机组利用小时数和发电量也呈现下滑态势。2013~2015 年，公司发电机组利用小时数分别为 4,856 小时、4,452 小时和 4,044 小时。2016 年 1~3 月，公司发电机组利用小时数为 908 小时。

电价方面，2013 年以来，国家发改委和国务院虽多次下调全国燃煤发电上网电价，2013 年 9 月，国家发改委下调全国燃煤机组上网电价，但由于所在区域和环保水平等情况的不同，当年公司受电价下调政策影响较为有限。由于 2012 年以来煤炭价格下行明显，根据煤电联动政策，在 2015 年 4 月召开的国务院常务会议上决定再次下调燃煤发电上网电价，平均降幅为 0.02 元/千瓦时。2015 年 12 月，根据煤电价格联动机制有关规定，发改委决定再次下调全国燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格，平均降幅为 0.03 元/千瓦时。综合上述原因，近年来公司平均含税上网电价不断下降，2013~2015 年，公司平均含税上网电价分别为 0.5217 元/千瓦时、0.5143 元/千瓦时和 0.4907 元/千瓦时。2016 年 1~3 月，公司平均含税上网电价为 0.4679 元/千瓦时。

总的来看，公司发电机组以火电为主，近年来

煤炭价格的下降缓解了公司的成本压力，整体盈利能力保持在较好水平，但近年来多次煤电上网电价下调及用电量需求增速持续放缓对公司电力业务运营的影响值得关注。

## 燃料业务

### 煤炭

公司煤炭业务主要通过燃料公司经营。近年来，公司煤炭业务发展迅速，除保证公司下属电厂煤炭需求外，市场煤销售量逐年提高。公司通过积极整合资源和物流运力，加大南方市场销售力度的同时，积极开拓北方市场，在煤炭市场保持低迷的情况下，公司煤炭业务经营规模实现逆势增长。

煤炭采购方面，燃料公司拥有较为稳定的煤炭供应渠道，煤炭采购主要来自于神华集团有限责任公司、内蒙古伊泰集团有限公司和大同煤矿集团有限公司等大型煤炭企业，且均建立了稳定的合作关系，这有助于保障公司电厂燃料充足供应及对外销售充足的货源。

煤炭销售方面，公司建立了面向南方市场的稳固销售网络，同时积极开拓北方市场。另外，2014 年公司建设电商平台，并充分发挥电商平台优势，2014 年四季度以来，公司通过电商平台的下单量约占市场煤炭销售总量的 80%，经营规模持续扩大。2013~2015 年，公司市场煤销售总量分别为 915 万吨、1,514 万吨和 2,585 万吨，呈逐年增长趋势；同时，公司自用的煤炭规模整体有所下降，分别为 593 万吨、540 万吨和 499 万吨。2016 年以来，面对燃料市场持续低迷的形式，广州珠江电力燃料有限公司（以下简称“燃料公司”）采取稳健增长的销售策略，扩大市场煤的份额，巩固珠三角地区的优势地位，并积极开拓北方市场，业务量实现逆势增长，2016 年 1~3 月，公司完成市场煤销售 742.09 万吨，同比增长 109.29%。

**表 6：公司近年来煤炭销售量**

	2013	2014	2015	2016.3
销售总量（万吨）	1508	2054	3084	-
其中：自用（万吨）	592.69	540.35	499	-
市场煤（万吨）	915.31	1513.65	2,585	742.09

注：2016 年 1~3 月公司自用煤数据未作披露

资料来源：公司提供，中诚信证评整理



价格方面，公司主要采用成本加成的方式，但受煤炭行业不景气影响，煤炭价格的持续下降对公司燃料业务毛利率造成一定不利影响。

煤炭运输方面，目前公司从山西、内蒙古和山东等地采购煤炭主要由矿区经铁路运至秦皇岛港、天津港和黄骅港等北方主要港口后，再从海上运输至公司自用煤码头，或广州港、珠海港等公用码头。公司煤炭运输主要依靠航运，主要通过广州发展航运有限公司、广州中远发展航运有限公司、中国远洋运输（集团）总公司和中国海运（集团）总公司签订年度运输合同来确保海运计划。同时，公司还与煤炭供应商、港口、航运公司四方签订班轮协议。另外，公司拥有自己的码头、堆场和运输船队。截至 2016 年 3 月末，公司在广州南沙拥有年接卸能力 704 万吨的 5 万吨级中转码头、年接卸能力 720 万吨的 7 万吨级中转码头、2 个 2,000 吨级驳船装船码头、1,000 吨级和 2,000 吨级空载待泊泊位。此外，公司拥有与煤炭码头相配套的设计堆存能力 34 万吨级的储煤场和设计堆存能力 20 万吨的圆形料仓。运力方面，广州发展航运有限公司与广州中远发展航运有限公司拥有 6 艘 5.7 万吨级的船舶，自有运力达 34.2 万吨。

总体看，公司煤炭业务运营良好，煤炭销量不断增长，上、下游布局完善，且有较强的运输、中转能力，整体具有很强的业务竞争实力。同时，中诚信证评将持续关注煤炭需求波动及价格下滑对公司煤炭业务经营带来的影响。

## 油 品

油品仓储业务方面，公司主要通过控股子公司广州发展碧辟油品有限公司（以下简称“发展碧辟油品公司”）进行运营。发展碧辟油品公司与 BP 环球投资公司在广州南沙开发区共同投资建设了合计 67 立方米的南沙油库。2013~2015 年，南沙油库累计完成油库租赁量 340.25 万立方米、476.50 万立方米和 375.12 万立方米；同期，公司成品油销售量分别为 2.77 万吨、10.15 万吨和 34.76 万吨，呈快速增长趋势。目前，南沙油库是广东自贸区南沙片区保税油库、上海期货交易所指定燃料油期货交割库以及郑州商品交易所指定甲醇期货交割库。

此外，发展碧辟油品公司与广州港能源发展有限公司共同投资建设一座靠泊能力为 8 万吨级的配套油品装卸码头，年设计吞吐量为 560 万吨。2013~2015 年，码头累计完成吞吐量分别为 255.02 万吨、265.20 万吨和 280.40 万吨，呈逐年增长趋势。

表 7：公司近年来油品业务情况

	2013	2014	2015	2016.3
油库租赁量（万立方米）	340.25	476.50	375.12	104.97
码头累积吞吐量（万吨）	255.02	265.20	280.40	77.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司油品及码头业务运营呈逐年上升趋势，未来随着业务的不断推进，公司油品业务规模和盈利能力将不断提升。

## 天然气业务

燃气业务方面，公司通过控股公司广州南沙发展燃气有限公司（以下简称“南沙燃气”）和燃气集团共同运营。2013~2015 年，公司天然气业务营业收入分别为 30.84 亿元、36.76 亿元和 32.57 亿元。

南沙燃气负责南沙经济技术开发区的城市天然气管网和燃气供应，拥有南沙经济技术开发区 30 年的燃气业务特许经营权，是南沙区经政府授权的唯一管道燃气运营公司，也是广东进口 LNG 项目南沙区唯一的接收公司，市政天然气管网市场占有率达 99%。

天然气供应方面，公司气源主要来自大鹏 LNG 进口气，西气东输二线气，以及正在建设的广州市天然气利用四期工程拟接收的西气东输三线气，整体来看气源丰富稳定。燃气集团通过持有广东大鹏液化天然气有限公司 6% 的股票，与广东大鹏液化天然气有限公司保持了亲密良好的合作关系，并签订了 25 年稳产期年供约 5.5 亿立方米照付不议的天然气销售合同。另外，公司积极在国际市场上进行天然气采购。2014 年 9 月，燃气集团与沃福德液化天然气出口私人有限公司（以下简称“沃福德公司”）签订《谅解备忘录》，沃福德公司将从 2017 年开始每年向燃气集团或其指定附属公司供应 LNG 约 100 万吨，供应期为 25 年。该气源位于加拿大不列颠哥伦比亚的斯阔米什郊区，年供应能力达 210 万吨。而 2016 年 5 月 10 日，广州燃气集团与沃福德公司正式签署了该协议，并将供气开始时

间改为 2020 年，同时广州燃气集团有权在行权期内收购沃福德公司 10% 的股权。另外，2014 年年末公司从马来西亚国家石油天然气有限公司采购两船现货 LNG，合计 7,845.47 万立方米，主要用于拓展现货气贸易业务。

产业链方面，公司积极拓展 CNG, LNG 业务。黄阁加气站和东晖加气站已经投入运营，罗冲围 LNG 加气站项目已投资建设，龙穴岛加气站项目积极准备开工，太和、黄埔体育中心等一批 LNG、CNG 加气站项目正在开展前期工作。此外，公司正在南沙建设应急调控站，以达到满足广州市 10 天紧急调控需要的标准。调控站建成以后，将帮助公司形成多层次，多渠道的气源保障体系。

市场覆盖方面，燃气集团是广州市城市燃气高压管网建设和购销的主体，拥有覆盖广州市全区域的高、中、低压官网，截至 2015 年 12 月 31 日，公司燃气管网覆盖广州市主城区、南沙区、黄浦区、增城区和花都区等区域，燃气管网长度达 4,174 公里，天然气服务约 152.1 万居民客户以及 0.89 万工商用户。

销售量方面，尽管下游终端用气需求增量不强，燃气集团仍积极拓展燃气市场，全年完成天然气销售量 10.16 亿立方米，较上年下降 2%；其中，终端用户销售气量为 6.15 亿立方米，同比增长 5%。天然气的销售结算方式较为传统，通过 IC 卡提前预收，容易结算。

**表 8：公司近年天然气销售量**

	2013	2014	2015	2016.3
天然气销售总量 (亿立方米)	90,797	112,476	101,579	29,179
居民用户(万户)	126.50	141.40	152.10	154.70
工商业用户(万户)	0.90	1.10	0.89	0.91

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，公司根据发改委要求调整燃气价格。2015 年 12 月 30 日，广州市发改委下达《广州市发展改革委关于我市管道天然气销售价格改革有关》，改革天然气销售价格：一、建立居民生活用气阶梯价格制度，将居民用气量分为三档，各档气量实施超额累进加价：居民用气第一档价格维持 3.45 元/立方米不变，第一档气量为 0—320（含）立方米/年；第二档价格 4.14 元/立方米，第二档气

量为 320—400（含）立方米/年；第三档价格 5.18 元/立方米，第三档气量为 400 立方米/年以上的用气部分。二、简化天然气用气价格分类，将原公用性质用气价格和原工商业用气价格合并为非居民用气价格。非居民用气价格统一最高限价标准 4.36 元/立方米，经营者可根据市场和经营情况下调标准。分销价格由价格主管部门另行制定，其中西二线气的配气价格从 0.393 元/立方米降到 0.29 元/立方米。

总体看，公司天然气业务气源可靠，布局稳定，随着管网建设的不断推进，公司天然气业务的区域地位和盈利能力会进一步加强。

## 啤酒业务

公司通过全资控股广州珠江啤酒集团有限公司控股珠江啤酒，其主营业务为啤酒生产及销售。截至 2015 年末，珠江啤酒共有全资子公司 14 家，控股子公司 2 家，分别经营包括啤酒生产及销售、纸箱、封装、酿造等业务。公司总部从 2014 年起开始搬迁至南沙，原计划 2017 年一季度搬迁结束，为配合广州市政府相应计划，已于 2016 年一季度完成全部项目的搬迁，南沙厂区现在已有年产能 130 万吨的生产能力。

原材料方面，啤酒的主要原材料为大麦麦芽、大米、啤酒花和水。其中大麦麦芽约占总材料的 70%，为主材料。而珠江啤酒的麦芽材料主要从澳大利亚进口，并采取竞标的方式选取供应商。珠江啤酒现麦芽供应商为与其拥有长期合作关系的广东麦芽公司。广东麦芽公司的供应体系完善，加上麦芽市场情况非常透明，国际上产量等信息公开，定价机制透明，使得珠江啤酒近年原材料价格基本保持稳定。麦芽价格 2013 年价格较高，但 2014 年开始麦芽价格下降，进一步降低珠江啤酒的生产成本，2015 年珠江啤酒啤酒销售毛利率提升至 41.02%，同比增长 0.3%。啤酒花方面，因我国甘肃、新疆等地所产啤酒花不足，珠江啤酒生产原料中超过 90% 的啤酒花都来自进口。珠江啤酒会与供应商签订锁定三年啤酒花价格的协议，除了极特殊事件发生，珠江啤酒将不会承担啤酒花价格波动的风险。基于珠江啤酒良好的信誉，所有与供应商的

交易都采取月结的形式。

销售方面，珠江啤酒的主要市场位于华南地区，在广东、广西、海南等区域均有销售。公司占有广东省啤酒市场约 30% 的份额。2014 年以来，经济“新常态”下啤酒行业整体低迷，珠江啤酒的销量也出现下滑。2014 年珠江啤酒营业总收入 35.24 亿元。而进入 2015 年，啤酒消费旺季夏季时气温较低，降水量较大，加上主要消费群体外来务工人员的返乡，珠江啤酒营业收入减少至 35.16 亿元，同比下降 0.19%。近年来国内啤酒行业整体下行；同时，进入 2016 年以来，华南地区极端天气增多，降水量偏高导致啤酒消费下滑，在此啤酒行业整体下行之时，珠江啤酒进行中高档产品调整，专注于精酿啤酒与高端啤酒，以“前店后厂”形式发展小规模啤酒生产线，中高端啤酒成为珠江啤酒新的增长动力，2015 年帮助珠江啤酒利润总额同比增长 42.9%。

**表 9：公司近年来啤酒生产销售情况**

	2013	2014	2015	2016.3
销量（万吨）	111.40	116.99	115.98	18.35
产量（万吨）	113.23	117.77	115.03	18.12
产能（万吨）	200	200	210	210
销售收入（亿元）	33.84	35.71	35.49	5.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在广州市国资委的支持下，珠江啤酒大力打造文化产业，配合海珠区有轨电车建设，获得广州市政府批准改造 6.9 万平方米珠江畔地块，并成功举行了琶醍啤酒节，国际美食节等大型活动。琶醍公司虽受有轨电车建设影响，仍然实现利润 3,572.96 万元，同比增长 72.46%。

总体来看，公司啤酒业务在华南地区拥有良好的口碑，业务发展稳定，近年来向中高档啤酒转型的策略使得公司盈利有所增加；但在啤酒行业整体下行的背景下，中诚信证评将对公司啤酒业务未来的盈利能力持续关注。

## 股权投资

作为政府投资管理公司，公司通过股权投资履行广州市政府新一轮深化国企改革和加强资本运营的职能。公司股权投资的项目皆由国资委推动，对广州市一系列上市公司进行资本运作。截至 2015

年 12 月 31 日，公司分别持有广州发展和珠江啤酒 62.96% 与 51.94% 的股份。2015 年，广州发展业务稳定，实现营业收入 211.17 亿元，同比增长 8.59%，归属于股东净利润为 13.03 亿元，同比增长 6.41%；珠江啤酒实现营业收入 35.17 亿元，同比略降 0.19%，但得益于有效的成本控制，归属于股东净利润为 0.83 亿元，同比大涨 37.69%。两家控股公司的增长为公司提供了稳定的利润。

此外，公司还参与了广州友谊集团股份有限公司（以下简称“广州友谊”，证券代码 000987.SZ）、广州市浪奇实业股份有限公司（以下简称“广州浪奇”，证券代码 000532.SZ）、广州白云山医药集团股份有限公司（以下简称“白云山”，证券代码 600332.SH）等多家广州市属上市公司的定向增发。

2015 年 8 月 19 日，广州浪奇对外公布《非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》，非公开发行 7,673.67 万股股票，其中公司认购 7,438.02 万股。定增后公司持有广州浪奇总股本的 14.23%。广州浪奇主营业务为化学原料及化学制品制造，是华南地区最早的洗涤用品生产企业，也是广东省唯一的日化行业上市公司。2015 年，广州浪奇营业收入 75.70 亿元，同比增长 39.96%，发展迅猛。

2014 年 12 月，公司参与了广州友谊募资 88.30 亿元的定向增发，成为广州友谊第二大股东。2016 年 3 月，广州友谊再次非公开发行 112,359.52 万股股票，其中公司认购了 25% 的定向增发。定增后公司持有广州友谊总股本的 18.95%，仍为广州友谊第二大股东。广州友谊主营业务为实体零售业务，其百货店受电商等新兴商业模式冲击。2015 年，广州友谊实现营业总收入 28.04 亿元，同比下降 16.6%；归属股东净利润 2.29 亿元，同比下降 12.8%。未来广州友谊将整合“百货店+互联网”的营销策略，加强线上下联动发力来稳定主业经营。

2015 年 1 月，白云山披露了 100 亿元非公开发行 A 股股票预案系列公告，其中公司认购 30 亿元的股份。2015 年 12 月，白云山再次通过定向增发募资 83 亿元，其中公司认购 20.73 亿元。白云山主要营业收入来自制药业务和凉茶业务。2015 年度，白云山营业收入为 191.24 亿元，同比增长 1.63%；利润总额为人民币 16.28 亿元，同比增长 10.9%；



医疗健康行业的发展极具潜力，将为白云山未来的盈利能力提供保障。

总体上看，公司通过控股或持股一系列医药、化工、零售、能源、电力、啤酒等上市公司，风险得以有效分散，资本运营较为成功。

## 公司治理和管理

公司建立了健全的法人治理结构，董事会、监事和管理层均独立运行，并设置了与公司生产经营相适应的组织职能机构。公司通过制定一系列的制度规定等，使法人治理的框架更趋合理和完善，决策机制更加公开、透明、高效，保障了公司的日常运营。公司设董事会，由国有资产监督管理机构按照董事会的任期委派或更换。董事会设董事长一人，副董事长一人。董事长为公司的法定代表人。董事会由董事长召集和主持，董事长因故不能履行职务时，由董事长指定副董事长或其他董事召集主持。三分之一以上的董事可提议召开董事会。董事会每年举行不少于两次。董事的任期为每届不超过三年。任期届满，可连选连任。

在内控制度方面，公司严格制定并认真执行了一系列规章制度。财务管理制度方面，公司的经营活动和财务管理工作，遵照国家的法律法规和财务制度规定执行，并依照公司法和国家有关规定建立健全公司内部财务、会计制度，接受有关部门的检查和监督。公司在每一年会计年度终了时制作财务会计报告，按规定期限送国有资产管理部及有关部门，并依法经审查验证。财务会计报告应当包括下列报表及附属明细表：资产负债表、损益表、所有者权益变动表、财务情况说明书。对下属子公司的管理方面，为加强对于（控股）公司的管理，公司在工程投资管理、招投标管理、经济合同管理、财务审批与资金支付、人力资源管理、安健环管理、风险管理等各方面建立了系统的制度与机制，明确规定了各类业务的审批权限和流程，采取逐级授权实施管理控制，重要的投资、招投标、合同、财务、法务等事务均由公司总部实施管理。公司还专门设了专职法律事务部门，制定了法律事务规程，对于公司常用的工程招标、物资采购等合同制订了范本。重要书面合同均需按照流程进行分级分职能审

查，有效预防了经济纠纷，维护了公司利益。公司还建立了专门的审计部门，对公司及下属单位的经营决策过程、经营结果进行审计。公司纪律监督管理部门对公司重点环节进行纪律监督。对于参股公司，公司则通过合资合同、章程、董事会实行了严格的管理控制。

整体来看，公司现有的内部控制制度较为规范和完善，公司在控制重大风险事项方面较为谨慎，内控制度的不断完善有利于保证公司各项业务的合理开展，确保公司内控的有效性，有效地防范了内控风险。

## 发展规划

根据公司最新发展规划，公司将利用国有资本的平台优势，争取电量，引入低价气源，开拓市场，提高运营效率，并遵守绿色低碳发展的要求，将旗下企业打造成华南地区领先的大型清洁能源供应商，推动“十三五”规划的实施。另外公司将通过股权投资推动行业整合，扶持新兴产业，科创产业，文化产业的发展，加快产业结构优化和升级。

电力业务方面，公司将通过控股的广州发展完善、优化电力产业布局，继续淘汰小机组和其他落后产能，并根据广东省发展战略部署和谋划，建设分布式能源站项目。在“十三五”规划实施期间，公司将参与电力系统市场化改革，并将“走出去”，在珠三角外甚至海外开拓更广阔的市场。

燃料业务方面，公司将继续发挥海运成本低廉的优势，在进一步增加销售额的同时完成电商平台的搭建，拓展供应链金融，融资租赁等衍生业务。积极拓展省内外煤炭市场，稳步开展成品油批发业务。

燃气业务方面，公司将建成满足广州市应急需求的应急调控站，寻找海外有竞争力的中长期气源，推进燃气官网设施建设和市场整合，并利用广东省对天然气的优惠政策全力推进用户发展工作。

新能源业务方面，公司将加快推进惠东风电项目商业运营，积极参与农光互补项目发展光伏项目，加强光伏项目运行管理，落实电价补贴，并寻求更多优质电力、天然气、新能源和其他稀缺项目。

在股权投资方面，公司将坚持对持股公司财务



管理而非事务管理的原则，在先进的制造业、文化传媒、医疗健康、新能源及公共事业领域寻求合适的投资机会进行投资。公司将加大与国际资本合作，并发挥国有资产的优势，投资于科技创新、文化产业等未来增长潜力巨大的公司。

总体来看，未来公司将继续推进电力、燃料、燃气、新能源、股权投资等主营业务的发展。随着在建项目逐步投产，公司电力燃气供应能力将进一步增强，同时公司股权投资的布局也将在未来获得回报。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013、2014、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 3 月财务报告。

### 资本结构

近年来随着公司经营规模的不断扩大，公司总资产规模持续上升。2013~2015 年末，公司资产总额分别为 434.28 亿元、510.63 亿元和 513.54 亿元；同期，公司负债总额分别为 204.05 亿元、267.29 亿元和 228.88 亿元。公司经营情况较为稳定，盈利情况良好，随着利润的不断累积，公司资本实力不断增强，2013~2015 年末，公司所有者权益合计分别为 230.23 亿元、243.34 亿元和 284.66 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司资产总额和负债总额分别为 492.37 亿元和 219.83 亿元，同期，公司所有者权益为 272.54 亿元。

图 8：2013~2016.3 公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，2013~2015 年末，公司资产负债率分别为 46.99%、52.34%和 44.57%；总资

本化比率分别为 38.15%、44.84%和 33.93%。公司财务杠杆比率呈波动下降趋势，整体上处于较低水平，财务结构较为稳健。截至 2016 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 44.65%和 34.81%。

从资产结构看，公司资产以非流动资产为主，2013~2015 年末，公司非流动资产分别为 331.73 亿元、335.80 亿元和 341.45 亿元，分别占当期资产总额的 76.38%、65.76%和 66.49%。公司非流动资产主要由长期股权投资和固定资产构成，截至 2015 年末，上述两项在非流动资产中的占比分别为 21.30%和 63.06%，其中，长期股权投资主要系对合营及联营公司的投资，2015 年，公司子公司广州发展集团股份有限公司根据我国煤炭市场形势，决定不再增资联营公司大同煤矿集团同发东周窑煤业有限公司，将以前年度多缴投资款 1.87 亿元转回其他应收款核算；固定资产主要为房屋建筑物及机器设备等。截至 2016 年 3 月末，公司非流动资产 379.70 亿元，占资产总额的 77.12%，其中，长期股权投资和固定资产分别占非流动资产的 19.22%和 55.87%。

2013~2015 年末，公司流动资产分别为 102.56 亿元、174.83 亿元和 172.09 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，截至 2015 年末，上述四项在流动资产中的占比分别为 48.02%、14.73%、11.73%和 22.01%。其中，2015 年公司应收账款前五大欠款方应收账款余额占应收账款总额的 51.16%，当年，计提坏账准备比例为 7.88%；存货主要为原材料及库存商品等，其中 0.56% 已计提存货跌价准备，跌价风险较小；其他流动资产主要为理财产品。截至 2016 年 3 月末，公司流动资产 112.66 亿元，占资产总额的 22.88%，其中，货币资金、应收账款和存货分别占流动资产的 54.35%、20.55%和 16.44%。

从负债结构看，2013~2015 年末，公司流动负债分别为 65.72 亿元、140.31 亿元和 126.29 亿元，分别占当期负债总额的 32.21%、52.49%和 55.18%，公司流动负债占比逐年上升。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成，截至 2015 年末，上述三项在流动负债中的占

比分别为 28.55%、31.96% 和 17.39%。其中，短期借款主要系无抵押的信用借款及保证借款；应付账款主要为为结算工程款及质保金等，账期集中在 1 年以内。截至 2016 年 3 月末，公司流动负债 95.99 亿元，占负债总额的 43.67%，其中，短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债占比分别为 17.77%、38.79% 和 21.08%。2013~2015 年末，公司非流动负债分别为 138.33 亿元、126.98 亿元和 102.59 亿元，主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。其中，应付债券系广州发展实业控股集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期），期限 7 年；递延收益主要为政府补助。截至 2016 年 3 月末，公司非流动负债 123.83 亿元，占负债总额的 56.33%，其中，长期借款和应付债券占比分别为 45.11% 和 39.08%。

债务规模及期限结构方面，2013~2015 年末，公司债务规模有所波动，分别为 141.99 亿元、197.83 亿元和 146.16 亿元，其中，长期债务分别为 121.28 亿元、107.37 亿元和 81.90 亿元，系长期借款和应付债券；短期借款分别为 20.71 亿元、90.46 亿元和 64.27 亿元，主要由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。同期公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.17 倍、0.84 倍和 0.78 倍，以长期债务为主的债务结构较为合理。截至 2016 年 3 月末，公司债务总额和长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 145.53 亿元和 0.40 倍。

图 9：2013~2016.3 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总的来看，公司资产规模不断扩大，自有资本实力不断增强，财务杠杆比率较低；同时，公司以长期债务为主的债务结构较为合理，整体财务结构较为稳健。

## 盈利能力

随着业务规模的不断扩大，公司近年来营业收入持续增加，2013~2015 年公司分别实现营业收入 205.43 亿元、232.79 亿元和 249.90 亿元。营业毛利率方面，2013~2015 年公司营业毛利率分别为 22.16%、20.95% 和 20.20%，受近年来煤炭行业持续下行及煤炭业务收入占比增加的影响，公司营业毛利率呈小幅下降趋势。从收入构成来看，公司的主营业务收入主要包括电力、燃料、燃气和啤酒业务，其中电力业务和燃料业务是公司收入的最主要来源。2016 年 1~3 月，公司营业总收入和营业毛利率分别为 59.40 亿元和 14.91%。

表 10：2013~2015 年公司营业收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

	2013		2014		2015	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力业务	93.08	20.39	87.13	22.56	77.38	29.41
燃料业务	43.36	6.68	69.52	5.83	98.74	2.73
燃气业务	30.84	23.42	36.76	23.70	32.57	22.32
啤酒业务	32.13	41.58	33.92	42.07	34.07	42.23
其他业务	6.01	51.01	5.47	37.88	7.14	47.13
<b>合计</b>	<b>205.43</b>	<b>22.16</b>	<b>232.79</b>	<b>20.95</b>	<b>249.90</b>	<b>20.20</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2013~2015 年公司的三费合计金额分别为 26.70 亿元、26.70 亿元和 26.06 亿元。公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2013~2015 年公司销售费用分别为 8.00 亿元、8.68 亿元和 8.73 亿元，随着业务规模的扩大，公司销售费用逐渐增加；同期，管理费用分别为 10.80 亿元、11.04 亿元和 11.22 亿元，主要为职工薪酬、研究与开发费等。此外，2013~2015 年，公司财务费用分别为 7.91 亿元、6.99 亿元和 6.11 亿元，随着银行借款的归还，公司财务费用呈下降趋势。2013~2015 年公司三费收入占比分别为 13.00%、11.47% 和 10.43%，整体看，公司期间费用控制能力不断增强。2016 年一季度，公司三费合计 5.22 亿元，占营业收入的比例为 8.79%。

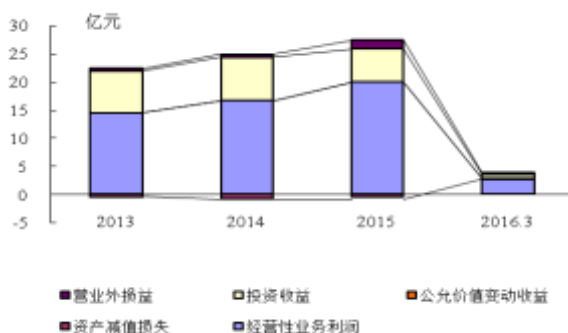
表 11: 2013~2016.3 公司期间费用分析

单位: 亿元、%				
项目	2013	2014	2015	2016.3
销售费用	8.00	8.68	8.73	1.60
管理费用	10.80	11.04	11.22	2.29
财务费用	7.91	6.99	6.11	1.34
三费合计	26.70	26.70	26.06	5.22
营业收入	205.43	232.79	249.90	59.40
三费收入占比	13.00	11.47	10.43	8.79

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润总额分别为 21.93 亿元、24.66 亿元和 26.35 亿元。公司利润总额主要来源于经营性业务利润、投资收益和营业外损益。近年来公司业务规模不断扩大且保持较高的整体毛利水平, 公司经营性业务利润随之增加, 2013~2015 年, 公司经营性业务利润分别为 14.45 亿元、17.27 亿元和 19.39 亿元。除经营性利润外, 公司的投资收益和营业外收入也对公司利润总额形成有效的补充, 2013~2015 年, 公司投资收益分别为 7.48 亿元、7.67 亿元和 5.85 亿元; 同期公司营业外损益分别为 0.40 亿元、0.49 亿元和 1.58 亿元, 主要来自于政府补助, 2015 年公司获得广州市土地开发中心珠江啤酒厂地块征储补偿及轻轨项目征地补偿款等政府补助较多, 当年公司营业外损益较上年有大幅增加。扣除所得税费用后, 2013~2015 年, 公司分别获得净利润 17.12 亿元、19.57 亿元和 20.16 亿元。2016 年 1~3 月, 公司分别获得利润总额和净利润 3.87 亿元和 2.88 亿元。

图 10: 2013~2016.3 公司利润总额构成



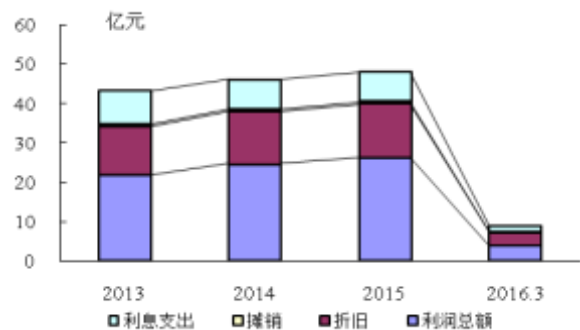
资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总的来看, 近年来公司经营状况稳定, 业务规模不断扩大; 同时, 受到近年来煤炭行业持续下行的影响, 公司相关业务毛利水平有所下降, 但整体来看, 公司具备很强的整体盈利能力。

## 偿债能力

EBITDA 获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成, 2013~2015 年, 公司业务规模不断扩大, 公司利润总额不断增加; 近年来公司固定资产规模稳定增加, 固定资产折旧随着增加, 分别为 12.39 亿元、13.43 亿元和 13.60 亿元; 同期, 公司利息支出分别为 8.36 亿元、7.45 亿元和 7.47 亿元。综合上述影响, 2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 43.18 亿元、46.04 亿元和 48.01 亿元, 呈不断上升趋势。2016 年一季度, 公司 EBITDA 为 8.93 亿元。

图 11: 2013~2016.3 公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从主要偿债指标来看, 2013~2015 年, 公司总债务/EBITDA 分别为 3.29 倍、4.30 倍和 3.04 倍, 同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.98 倍、6.04 倍和 6.20 倍, 公司 EBITDA 对债务本息的保障程度很强。截至 2016 年 3 月末, 公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.08 倍和 5.98 倍。2013~2015 年, 公司经营活动净现金流分别为 40.51 亿元、45.61 亿元和 42.00 亿元, 呈持续净流入状态, 同期经营活动净现金流/总债务分别为 0.29 倍、0.23 倍和 0.29 倍, 经营活动净现金流/利息支出分别为 4.67 倍、5.99 倍和 5.43 倍, 公司经营活动净现金流对债务本息保障程度高。截至 2016 年 3 月末, 公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 -0.01 倍和 -0.36 倍。

表 12: 2013~2016.3 公司主要偿债指标

指标	2013	2014	2015	2016.3
总资产 (亿元)	434.28	510.63	513.54	492.37
总债务 (亿元)	141.99	197.83	146.16	145.53
资产负债率 (%)	46.99	52.34	44.57	44.65
总资本化比率 (%)	38.15	44.84	33.93	34.81
经营活动净现金流 (亿元)	40.51	45.61	42.00	-0.53
经营活动净现金/总债务 (X)	0.29	0.23	0.29	-0.01
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.67	5.99	5.43	-0.36
EBITDA (亿元)	43.18	46.04	48.01	8.93
总债务/EBITDA (X)	3.29	4.30	3.04	4.08
EBITDA 利息倍数 (X)	4.98	6.04	6.20	5.98

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

银行授信方面, 公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系, 融资渠道较为畅通, 截至2016年3月末, 公司共获得银行授信总额688.39亿元, 未使用授信余额616.08亿元, 备用流动性较为充足。

或有负债方面, 截至2016年3月末, 公司对参股子公司担保余额为8.88亿元, 占公司所有者权益比重为3.26%, 对公司的整体经营无重大影响。截至2016年3月末, 公司无重大未决诉讼事项。

整体而言, 公司资产规模稳定增长, 自有资本实力不断增强, 债务结构较为合理; 同时, 公司主要业务板块稳定发展, 整体收入规模持续扩大, 盈利能力及获现能力对债务本息的保障程度高。但中诚信证评也关注到近年来电力需求下降、煤炭行业景气度下行等因素对公司经营造成一定压力。

## 结 论

综上, 中诚信证评评定广州国资发展控股有限公司主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“广州国资发展控股有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第一期)”信用等级为 **AAA**。



## 关于广州国资发展控股有限公司 公开发行2016年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

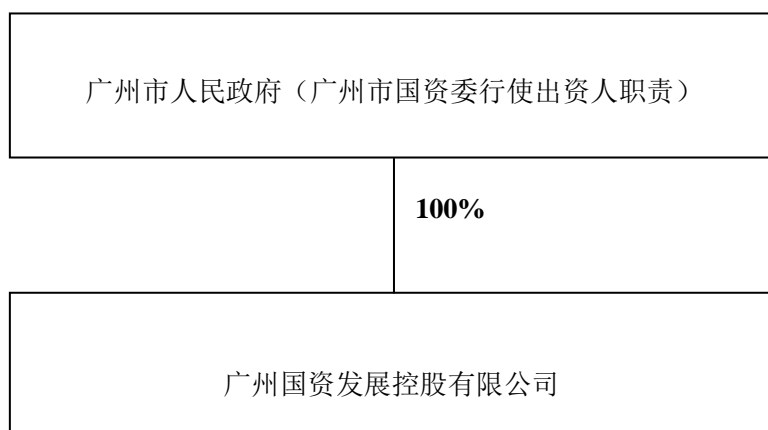
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

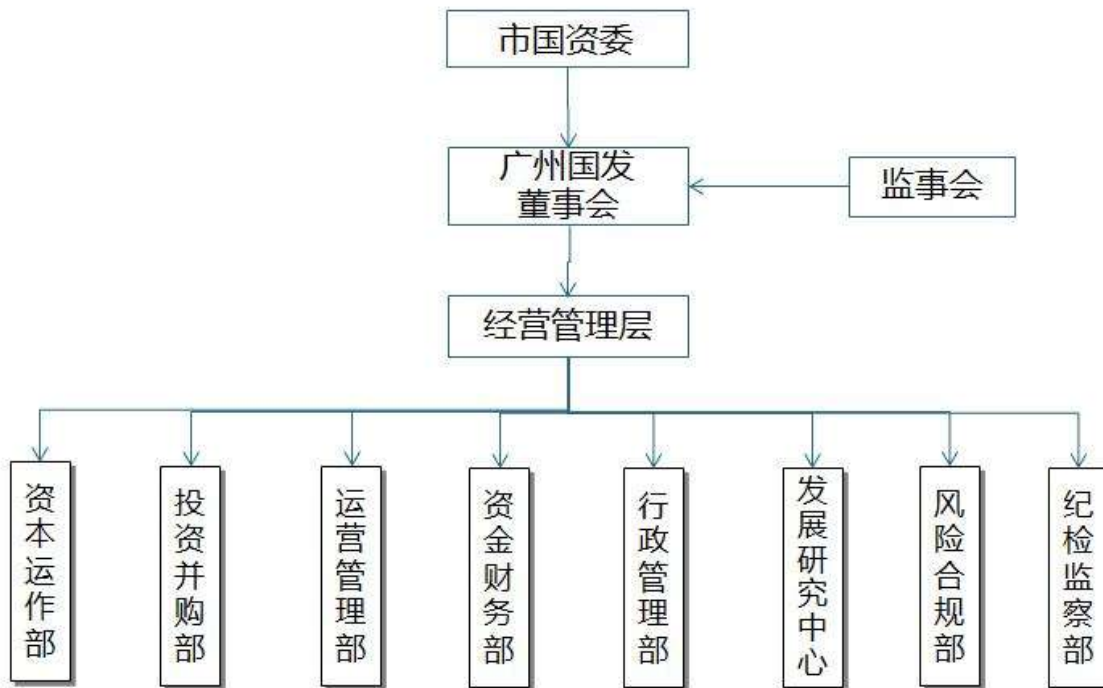
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和证券交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：广州国资发展控股有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：广州国资发展控股有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



**附三：广州国资发展控股有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	589,250.58	605,146.91	826,329.59	612,323.08
应收账款净额	164,808.72	163,776.14	253,477.51	231,506.37
存货净额	165,856.67	203,968.15	201,870.29	185,243.64
其他应收款	9,013.59	160,212.58	27,393.74	28,527.76
流动资产	1,025,567.70	1,748,298.15	1,720,900.52	1,126,645.58
长期投资	740,154.76	757,597.05	774,443.99	1,191,499.74
固定资产合计	2,061,942.66	2,080,406.46	2,153,051.71	2,121,455.62
总资产	4,342,848.41	5,106,262.90	5,135,385.02	4,923,669.93
短期债务	207,104.08	904,624.33	642,652.82	412,738.77
长期债务	1,212,763.66	1,073,677.34	818,983.75	1,042,546.45
总债务（短期债务+长期债务）	1,419,867.75	1,978,301.67	1,461,636.57	1,455,285.22
总负债	2,040,547.07	2,672,870.41	2,288,801.53	2,198,265.48
所有者权益（含少数股东权益）	2,302,301.34	2,433,392.49	2,846,583.50	2,725,404.45
营业总收入	2,054,254.08	2,327,924.35	2,498,994.35	594,033.28
三费前利润	411,548.93	439,694.05	454,490.87	80,678.79
投资收益	74,837.22	76,691.30	58,498.46	7,643.06
净利润	171,215.28	195,676.82	201,614.10	28,791.51
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	431,807.98	460,359.98	480,072.44	89,252.27
经营活动产生现金净流量	405,124.76	456,066.36	420,041.13	-5,349.57
投资活动产生现金净流量	-96,066.07	-781,798.59	214,894.84	-63,354.73
筹资活动产生现金净流量	-338,785.55	333,344.60	-388,819.67	-145,300.07
现金及现金等价物净增加额	-34,791.60	7,585.35	246,129.44	-214,006.51
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率（%）	22.16	20.95	20.20	14.91
所有者权益收益率（%）	7.44	8.04	7.08	4.23
EBITDA/营业总收入（%）	21.02	19.78	19.21	15.02
速动比率（X）	1.31	1.10	1.20	0.98
经营活动净现金/总债务（X）	0.29	0.23	0.29	-0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	1.96	0.50	0.65	-0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	4.67	5.99	5.43	-0.36
EBITDA 利息倍数（X）	4.98	6.04	6.20	5.98
总债务/EBITDA（X）	3.29	4.30	3.04	4.08
资产负债率（%）	46.99	52.34	44.57	44.65
总资本化比率（%）	38.15	44.84	33.93	34.81
长期资本化比率（%）	34.50	30.61	22.34	27.67

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务及经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 指标经年化处理。



**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+短期融资券

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/平均所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。